

2010年4月2日

丘栋荣

Dolon.Qiu@e-capital.com.cn

目标价(元) 150.00

公司基本信息

产业别	食品饮料
A 股价 (10/04/02)	152.63
上证综合指数 (10/04/02)	3157.96
股价 12 个月高/低	181.06/111.18
总发行股数 (百万)	943.80
A 股数 (百万)	943.80
A 市值 (亿元)	1440.52
主要股东	中国贵州茅台酒厂有限责任公司 (61.71%)
每股净值 (元)	15.33
股价/账面净值	9.96
	一个月 三个月 一年
股价涨跌 (%)	-7.66 -10.19 30.36

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2009.10.26	159.31	中性
2009.08.06	163.77	持有
2009.03.27	111.34	中性

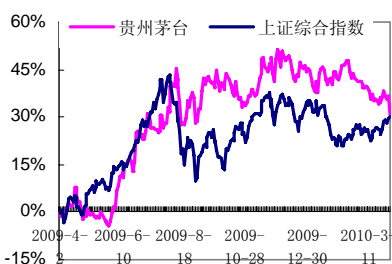
产品组合

高度茅台酒	84.27%
低度茅台酒	9.63%
系列酒	6.10%

机构投资者占流通 A 股比例

一般法人	65.03%
基金	21.29%

股价相对大盘走势



贵州茅台(600519CH)

Neutral 中性

业绩低于预期，长期成长能力不支撑高估值，维持“中性”评级
结论与建议：

公司 09 年实现每股收益 4.57 元，大幅低于市场预期，也较我们 5.03 元的预期低 9%；今年过年时间较上年延后，预收账款增加依然明显是主要原因之一。但严禁酒后驾车政策趋严且常态化，消费税也将明显增加，在高端白酒供需结构由供不应求向供过于求的转化背景下，公司长期业绩增长能力下降，不足以支持历史上的高估值。预计 2010-11 年实现每股收益为 5.85 元、6.71 元，目前股价对应 PE 为 27 倍、24 倍，维持“中性”投资建议。

- 公司 09 年实现销售收入 96.70 亿元，同比增长 17.33%；实现净利润 43.12 亿元，同比增长 13.50%。实现每股收益 4.57 元；其中，第四季度公司实现营收 18.63 亿元，同比增长 6%；实现净利润 5.25 亿元，同比下降 20%，略低于预期。
- 三季度公司销售商品获得现金流入 42.97 亿元，同比增长 11%，公司销售现金流情况依然不错；四季度收入、业绩增速下降的主要原因在于春节较上年延后，大量预收账款没有在四季度确认收入。四季度末公司预收账款也回升至 35.16 亿元，较二季度末大幅增加了 22.24 亿元，较 08 年末也增加了 5.8 亿元；这反映了在在春节销售旺季中，公司实际销售情况依然不错，但同时也反映了公司对 2010 年销售及业绩增长的谨慎态度，预留充分的收入和利润。
- 四季度公司营业税金同比增长 78.5%，增速远快于销售收入增长；营业税金占销售收入的比例也由上年同期的 8.4% 提高至 14.2%，提高了 5.75 个百分点。营业利润率也因此首次出现了 1.59 个百分点下滑，消费税政策影响持续显现。预计 2010 年消费税增加将会继续增加，消费税金占营收的比例也将可能继续提高。另外 09 年公司销售管理费用较上年同期增加 3.65 亿元至 18.38 亿元，费用率提高至 19% 的水平，部分拖累了业绩增长。
- 严禁酒后驾车政策更趋严厉，更趋常态化；我们认为这必将是必然的发展趋势，预计对餐饮商务高端白酒消费的负面影响将持续；公司预计 2010 年销售策略将以放量为主，预计增加 2000 吨销量，同时，五粮液等主要竞争品牌也将放量销售，高端白酒将功过于求的局面仍将延续，预计后续持续提价动力将被削弱，虽然公司高端白酒第一品牌短期内不会被撼动，但长期成长能力将明显下降。
- 预计公司 2010-11 年实现净利润 55.19 亿元、63.31 亿元，分别同比增长 27.9%、14.7%，每股收益为 5.85 元、6.71 元，目前股价对应 PE 为 27 倍、24 倍，在板块中估值偏高，而且公司长期成长能力将下降，不足以支持历史高估值水平，因为维持“中性”的投资建议，维持 150 元的目标价，对应 2010 年 25 倍 PE

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2007	2008	2009	2010F	2011F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2831	3799	4312	5519	6331
同比增减	%	83.25%	34.22%	13.50%	27.97%	14.73%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.999	4.026	4.569	5.847	6.708
同比增减	%	83.25%	34.22%	13.50%	27.97%	14.73%
A 股市盈率 (P/E)	X	53.36	39.76	35.03	27.37	23.86
股利 (DPS)	RMB 元	0.836	1.156	1.5	1.8	2.8
股息率 (Yield)	%	0.52%	0.72%	0.94%	1.12%	1.75%

附一：合并损益表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
营业收入	7237	8242	9670	12797	14717
经营成本	872	800	951	1152	1324
营业税金及附加	604	682	941	1664	1913
销售费用	560	532	621	1152	1324
管理费用	723	941	1217	1305	1501
财务费用	-45	-103	-134	-165	-185
资产减值损失	-1	0	0	0	0
投资收益	2	1	1	0	0
营业利润	4525	5390	6076	7660	8788
营业外收入	3	6	6	2	2
营业外支出	6	11	1	2	2
利润总额	4522	5385	6081	7665	8793
所得税	1556	1385	1528	1916	2198
少数股东损益	135	201	240	230	264
归属于母公司所有者的净利润	2831	3799	4312	5519	6331

附二：合并资产负债表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
货币资金	4723	8094	9747	15081	15081
应收账款	154	947	1065	919	920
存货	2305	3115	4192	4731	5001
流动资产合计	7272	12241	15656	18564	18835
长期股权投资	62	46	14	63	64
固定资产	2259	2833	2835	3388	4281
非流动资产合计	3210	3513	4114	4942	5523
资产总计	10481	15754	19770	27849	33065
流动负债合计	2113	4251	5108	8927	9348
非流动负债合计	0	0	10	0	1
负债合计	2113	4251	5118	8927	9349
少数股东权益	135	259	186	354	515
股东权益合计	8234	11245	14466	18569	23201
负债及股东权益合计	10481	15754	19770	27849	33065

附三：合并现金流量表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
经营活动产生的现金流量净额	1743	5247	4224	4980	6062
投资活动产生的现金流量净额	(789)	(993)	(1335)	(893)	(580)
筹资活动产生的现金流量净额	(705)	(884)	(1235)	(1416)	(1699)
现金及现金等价物净增加额	248	3371	1654	2671	3783

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。

群益大中华产业研究团队

台北总公司研究部

电话 886-2-8789-8888 传真 886-2-8789-2949

姓名	电子邮件信箱	负责产业
陈志豪	Chihhao_Chen@capital.com.tw	资深副总裁
总经及市场策略处		
曾炎裕	Alan_Tseng@capital.com.tw	总经与市场策略
徐国安	Kuoan_Hsu@capital.com.tw	总体经济、美国经济与股市
傅恒聿	fusky.fu@capital.com.tw	总体经济、美国经济与股市
洪庆钟	shawn.hung@capital.com.tw	国际股市
赖鹤年	A94918@capital.com.tw	台股市场策略、原物料
陈育榆	eyu.chen@capital.com.tw	台股市场策略
产业研究一处		
张治家	cc.chang@capital.com.tw	非电子
林建良	A94917@capital.com.tw	金融
陈泓东	don.chen@capital.com.tw	营建、营造、设备、PCB
吕雅菁	allison.lu@capital.com.tw	水泥、食品、百货
黄岚霏	raphaer.huang@capital.com.tw	塑化、纺织、橡胶、化工、造纸
庄慧君	angela.chuang@capital.com.tw	钢铁、工具机、油电燃气、机电
曹伯璋	po.tsao@capital.com.tw	生技、航运、观光
产业研究二处		
陈志全	ken.chen@capital.com.tw	CIS、光电
陈执中	austin.chen@capital.com.tw	电信、通讯设备、软件、安控
杨永辉	A94798@capital.com.tw	手机/零组件、GPS
傅坤泰	kuntai.fu@capital.com.tw	光电
谢昌佑	yol.shie@capital.com.tw	太阳能、LED、DSC
柯王炳勋	ben.kowang @capital.com.tw	TFT-LCD、Touch-Panel
产业研究三处		
锺宏德	Blue_Chung@capital.com.tw	IC、PC
苏鹤翎	chelsey_su @capital.com.tw	IC设计
陈俐妍	ly.chen@capital.com.tw	半导体制造、封测、内存、光罩与耗材
陈浩彰	sean.chen@capital.com.tw	IC设计、散热、机壳、/电池、hinge
吴昉冀	jerry.wu@capital.com.tw	EMS、系统、NB、MB、IPC、通路
王文雯	A95018@capital.com.tw	PCB、冲压件、电源、PC外围、被动组件、连接器

上海代表处

电话 86-21-5888-7188 传真 86-21-5888-2929

姓名	电子邮件信箱	负责产业
林静华	amy_lin@capital.com.tw	资深副总裁
李彬	Kelvin@ e-capital.com.cn	市场
李清	Liqing@e-capital.com.cn	旅游、金融、总经
胡嘉铭	James@e-capital.com.cn	家电、通信、电子、软件
刘斌	Robin@e-capital.com.cn	钢铁、建材、地产、水泥
韩伟琪	Weiqi_Han@e-capital.com.cn	海运、航空、基建、公路、汽车、机械
李明霞	Limingxia@e-capital.com.cn	石化、煤炭
丘栋荣	Dolon_qiu@ e-capital.com.cn	电力、饮料、消费
刘荟	Liuhui@e-capital.com.cn	医药、传媒、纺织、造纸、消费
胡恺敏	Michael_Hu@e-capital.com.cn	电子、电力设备、新能源

群益证券(香港)有限公司

电话 852-2105-9966 传真 852-2104-6006

姓名	电子邮件信箱	负责产业
曾永坚	Jaseper_tsang@e-capital.com.hk	研究部董事
黄熏辉	Hh_huang@e-capital.com.hk	策略、总经
范硕芬	Sophie_fan@e-capital.com.hk	零售消费、食品业
陈增城	Barry_chan@e-capital.com.hk	金融、地产、航[运]